

3 de enero de 2025

Argentina Weekly

Perspectivas 2025: el año de la consolidación

- Luego de un año de gobierno, **queda claro que el ancla fiscal es innegociable**. A diferencia de lo ocurrido durante 2024, **en 2025 el Gobierno no buscaría superávit financiero, sino que solo el superávit primario necesario para cubrir los vencimientos de intereses**.
- **Un segundo aspecto que también queda claro es que es innegociable el equilibrio del mercado de dinero y el avance de la fase 2 del programa. La combinación del ancla fiscal y el equilibrio del mercado de dinero (pesos), sumado a la baja volatilidad en los dólares de libre disponibilidad (MEP y CCL), han logrado una fuerte reducción de la inflación, estimando que la misma rondaría 20% en 2025.**
- Uno de los aspectos controversiales del programa es la fortaleza del peso. A nuestro juicio, **el peso fuerte ha llegado para quedarse de la mano de un mayor nivel de confianza en el país desde el exterior, de la liquidación de exportaciones, de los proyectos impulsados por el RIGI y por el mejoramiento de la balanza energética**. No obstante, es una realidad que el peso fuerte genera un desafío sectorial.
- **Con respecto a los bonos HD** seguimos siendo optimistas, a pesar de que operan con paridades promedio de USD 73,5. Las elecciones de medio término serán uno de los factores de riesgo en el 2025 pero con la inflación a la baja y la reactivación económica un resultado favorable para el oficialismo que le permita ganar gobernabilidad luce como el escenario más favorable. En el mismo orden resulta importante mencionar el riesgo relacionado a la acumulación de reservas que permita seguir pagando los diferentes vencimientos y que también luce acotado.
- Si la brecha vuelve a comprimir a niveles de 5% o si se mantiene en los niveles actuales durante los próximos meses el carry podría seguir teniendo atractivo. **Si bien son buenos rendimientos los que podría ofrecer la estrategia de carry no está claro que la relación riesgo retorno sea favorable frente a la alternativa de los bonos HD**. Para quienes tengan que gestionar pesos en el corto plazo vemos conveniente tener una cartera diversificada entre tasa fija y CER. Con una mirada de mediano plazo, el tramo largo de la curva CER que también opera en niveles de CER+9%, frente a un levantamiento del cepo podría ir más abajo y podría existir valor.
- **2024 fue un excelente año para la renta variable local**: desde la segunda vuelta de las elecciones presidenciales en 2023, el S&P Merval medido en dólares comenzó un rally que redundó en una suba de 124% durante el 2024 superando los rendimientos obtenidos por otros índices de la región o incluso los principales índices de renta variable estadounidenses.
- **Continuamos con una mirada optimista sobre el mercado de equity local para este año. Nuestro escenario base** -con los supuestos mencionados en la sección de equity argentino- **arroja un potencial retorno de 30% que llevaría al S&P Merval a niveles de 3.000 puntos**.

ECONOMÍA

Más allá de todos los desafíos locales, 2025 comienza con grandes expectativas sobre lo que podría ocurrir con diversas temáticas geopolíticas. En particular, **el gobierno argentino espera con gran interés la asunción de Donald Trump a su segunda presidencia de los EE.UU.**, evento al cual fue invitado el presidente Javier Milei, rompiendo con la tradición norteamericana de no invitar mandatarios extranjeros al evento.

Se estima que el retorno de Trump al salón oval marcaría un cambio en los conflictos bélicos de Europa del Este y de Medio Oriente. Si bien el mundo podría llegar a reducir el nivel de belicismo, el desarrollo armamentístico nuclear parece ganar gran impulso y EE.UU. podría reactivar una serie de pruebas nucleares para mostrar a otras potencias nucleares, que EE.UU. estaría a la cabeza de dicha disciplina. En ese marco, el mandatario argentino ha lanzado el plan nuclear argentino, pero con el objetivo de construir cuatro reactores pequeños para ayudar al sistema integrado argentino de energía.

Mientras que en el reporte anterior, en el cual desarrollamos las conclusiones del 2024, lo hemos titulado el año de la transición, **consideramos que el 2025 será el año de la consolidación del actual gobierno y de su política económica.** No obstante, la agenda de Milei trasciende los aspectos económicos locales, ya lo demostró el 17 de enero del año pasado, cuando en el World Economic Forum de Davos anunció que el mundo occidental estaba en peligro, dado que sus principales líderes han abandonado las ideas de la libertad.

Sería necio desconocer que las ambiciones de Milei trascienden a la Argentina y que tiene el objetivo de consolidarse como un líder mundial para avanzar en una trascendente batalla cultural contra la denominada “agenda woke”. De acuerdo a analistas internacionales, dicha agenda se basa en cuatro ejes: 1) la significación del Estado, 2) los derechos humanos, 3) el cambio climático y 4) la minoría LGBT y los pueblos originarios. Es importante entender que es justamente este posicionamiento ideológico el que alinea al presidente argentino con Donald Trump en EE.UU., en Europa con Giorgia Meloni, presidenta del consejo de ministros de Italia y en Medio Oriente con Benjamín Netanyahu, primer ministro de Israel. La batalla cultural contra la “agenda woke”, cuenta en Argentina con el apoyo de la estratégica Fundación Faro, la cual irá ganando espacio y donde se están formando dirigentes del futuro, así como también el Instituto para el Crecimiento.

Habiendo resumido entonces algunos aspectos geopolíticos e ideológicos que nos parecen cruciales para poner en contexto el futuro de la economía argentina, nos focalizamos en lo que consideramos las perspectivas de 2025.

Luego de un año de gobierno, **queda claro que el ancla fiscal es innegociable** y que a diferencia de lo ocurrido durante 2024, **en 2025 no se buscaría superávit financiero, sino que solo el superávit primario necesario para cubrir los vencimientos de intereses, tal como se ha postulado en el Proyecto de Presupuesto**, el cual no ha logrado ser aprobado por lo que se comienza 2025 con las partidas presupuestarias del Presupuesto 2023, dado que en 2024 no se aprobó el Presupuesto. En la medida que el Tesoro consolide un excedente de superávit primario por encima del monto de los intereses, podrá avanzar con la reducción de los impuestos más distorsivos, bajo la idea del Presidente de “devolver el superávit en forma de alivio al pagador de impuestos”. En esa categoría hay consenso entre los economistas que los candidatos serían las retenciones y el impuesto a los débitos y créditos bancarios (comúnmente llamado impuesto al cheque). El propio Presidente ha dejado en claro también que se encuentran diagramando una reforma tributaria que reduzca los impuestos nacionales a no más de seis y devuelva la autonomía tributaria a las provincias.

Un segundo aspecto que también queda claro es que es innegociable el equilibrio del mercado de dinero y el avance de la fase 2 del programa. Aún algunos analistas y/o periodistas no terminan de entender que la base monetaria simple tiene margen para seguir creciendo sin estrangular a la economía, dado que lo que ha quedado fijo es la Base Monetaria Amplia (compuesta por la Base Monetaria “simple”, el stock de LEFI, y los depósitos del Tesoro en el BCRA), como ya hemos desarrollado en más de un reporte durante 2024.

La combinación del ancla fiscal y el equilibrio del mercado de dinero (pesos), sumado a la baja volatilidad en los dólares de libre disponibilidad (MEP y CCL), han logrado más temprano que tarde una fuerte reducción de la inflación, estimando que la misma rondaría 20% durante 2025.

Uno de los aspectos más controversiales del programa es la fortaleza del peso, con el Tipo de Cambio Real Multilateral apreciándose más de un 50% desde la asunción del nuevo gobierno al mismo tiempo que Brasil, nuestro principal socio comercial, ha sufrido una fuerte devaluación en el último año. A nuestro juicio, y coincidiendo con el equipo económico, **el peso fuerte ha llegado para quedarse de la mano de un mayor nivel de confianza en el país desde el exterior, de la liquidación de exportaciones, de los proyectos impulsados por el RIGI, por el mejoramiento de la balanza energética, etc.**

CCL y A3500 ajustados por inflación



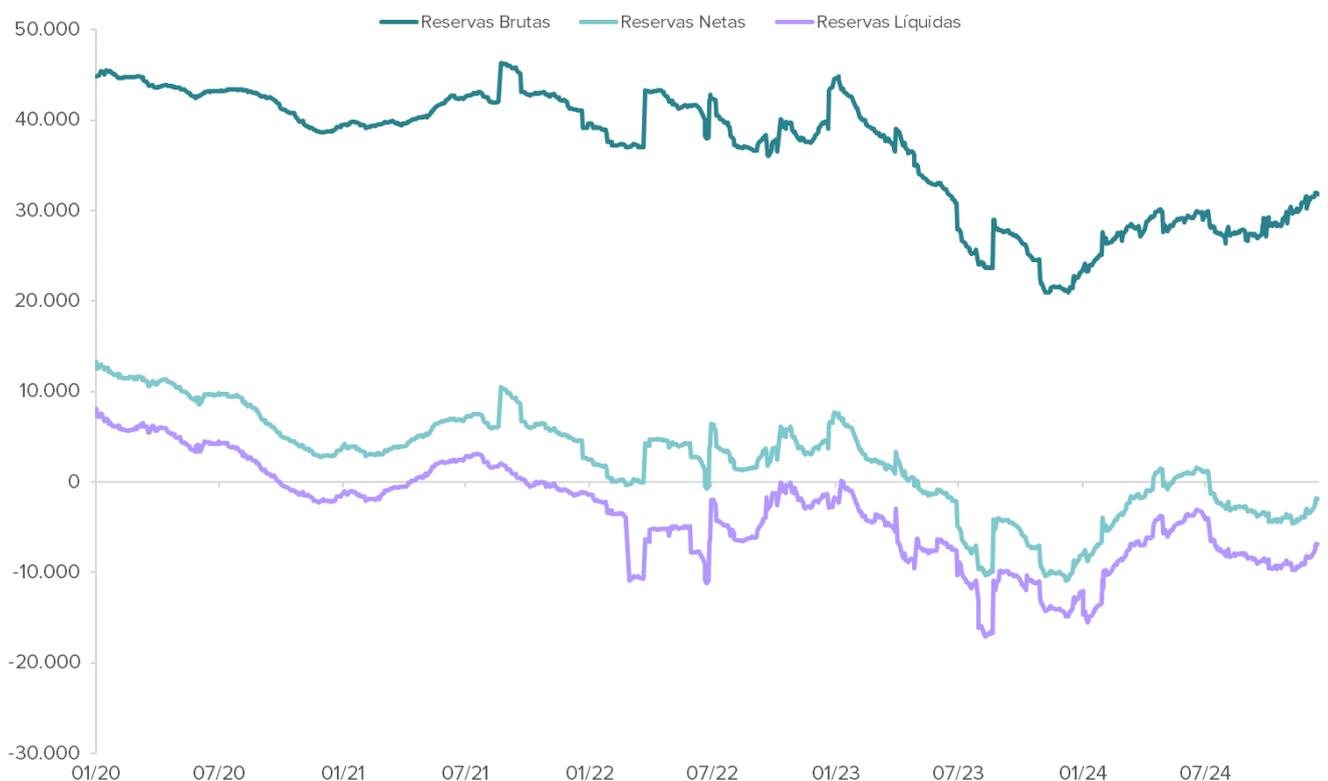
Fuente: IEB en base a BCRA

No obstante, es una realidad que el peso fuerte genera un desafío sectorial, y será fundamental evitar que la Argentina caiga en un fenómeno al estilo de lo que en economía se llama “enfermedad holandesa”, generando grandes ganadores y desplazando al resto de sectores. Como reclaman algunos empresarios del “círculo rojo”, es necesario “nivelar” la cancha. Para ello, como ya comentamos previamente, es necesario que el Tesoro pueda avanzar en la reducción de ciertos impuestos. También es necesario avanzar en la actualización de los marcos laborales.

Algunos analistas plantean que el 2024 fue el año de la macro y que el 2025 será el año de la micro. En ese sentido, quien tiene un rol preponderante y gran desafío es el Ministro de Desregulación y Transformación del Estado, dado que **necesita encontrar un delicado equilibrio que involucre eliminar trabas que provocan ineficiencias y una mayor apertura de la economía**, minimizando o al menos administrando, el impacto que estas medidas puedan tener sobre ciertos sectores.

Más allá de todo lo desarrollado, se mantiene la pregunta que se ha instalado desde el comienzo del actual gobierno: **¿cuándo se abrirá el cepo?** Tanto el Presidente de la Nación, como el Ministro de Economía, han declarado que dicho evento tendrá lugar durante el 2025, pero que aún deben cumplirse ciertos requisitos para poder consolidar dicho hito, y que el tiempo juega a su favor a medida que la macro continúa acomodándose. **No hay dudas que durante todo 2024 el BCRA ha realizado un significativo mejoramiento de su situación patrimonial, pero aún no se han logrado las condiciones para minimizar el riesgo de un salto discreto.**

Reservas Internacionales - USD MM



Fuente: IEB en base a BCRA

Más allá que la brecha cambiaria prácticamente ha desaparecido, no nos imaginamos una apertura del cepo con el actual nivel de reservas netas líquidas negativas. Puede ser que un nuevo acuerdo con el FMI o algún otro tipo de crédito multilateral o bilateral, pudiese resolver dicho impedimento. A su vez, si bien entendemos que el stock provocado por el gobierno anterior en materia de deuda comercial con el exterior prácticamente se ha resuelto, aún persiste un stock de dividendos no distribuidos que rondaría los USD 7.000 MM. Por lo tanto, el BCRA está mucho más cerca de la eliminación del cepo, pero **aún es necesario esperar**, dado que **una apertura prematura podría llegar a empujar a un salto discreto del tipo de cambio, poniendo en riesgo todo el “delivery” generado por el Ministerio de Economía para lograr una normalización en el comportamiento de la inflación.**

Más aún, otro de los requisitos previos a la apertura del cepo es que el BCRA pueda **desacelerar el ritmo mensual de devaluación del tipo de cambio oficial, sin reacción en la brecha cambiaria**. Dicha decisión de política cambiaria también es necesaria para poder consolidar el proceso de normalización de la inflación. En esta línea, el Presidente aseguró que otro dato de inflación en torno al 2,5% habilitaría a reducir el “crawling peg” al 1,0% mensual, evento que evaluamos podría ocurrir en el primer tramo del año.

En materia de nivel de actividad económica, **la combinación de la mejora en la confianza, la reaparición del crédito y el mejoramiento de los salarios reales formales, entre otros aspectos, llevarán a que la economía continúe recuperándose**, luego de haber tocado fondo hacia el segundo trimestre del año pasado.

EMAE - Serie Desestacionalizada



Fuente: IEB en base a Indec

De acuerdo a los especialistas en economía real, **la recuperación viene siendo y será muy heterogénea**. Al sector del campo se suman la energía, la minería y la economía del conocimiento como motores de tracción, además de generación de dólares, convirtiéndose en sectores fundamentales para la recomposición de las reservas del BCRA. Vale la pena acotar, que si bien consideramos que el campo es y será uno de los motores de la economía, parte del mismo se encuentra atravesando un problema de liquidez, con consecuencias crediticias que estimamos temporal. Dada la heterogeneidad de la recuperación, cobra mayor fuerza la necesidad de eliminar ineficiencias y quitarle cargas al sector privado que mencionamos previamente. **Teniendo en cuenta este conjunto de factores, estimamos una recuperación del PBI del orden del 5% durante 2025.**

DEUDA EN DÓLARES

Con respecto a los bonos HD seguimos siendo optimistas, a pesar de que operan con paridades promedio de USD 73,5. **Las elecciones de medio término serán uno de los factores de riesgo en el 2025** pero con la inflación a la baja y la reactivación económica incipiente, un resultado favorable para el oficialismo que le permita ganar gobernabilidad luce como el escenario más probable. **Como contrapartida, resulta importante mencionar el riesgo relacionado a la acumulación de reservas** que permita seguir afrontando los diferentes vencimientos que entendemos luce acotado a partir de las posibilidades de financiamiento que se presentan al país para 2025 pero que no podemos dejar de lado. Los vencimientos en moneda extranjera suman aproximadamente USD 21.500 MM en 2025, de los cuales USD 7.925 MM corresponden a organismos internacionales (BM, BID, FMI, etc), la deuda de provincias suman USD 2.530 MM, Bopreales USD 2.340 MM y finalmente los Bonos HD totalizan USD 8.700 MM.

Los depósitos del Tesoro en dólares suman USD 5.580 MM lo que permite cubrir los vencimientos del próximo 9 de enero que suman USD 4.355 MM y parte de los vencimientos de julio que implica un monto similar. Creemos que los vencimientos corporativos serán renovados con nuevas emisiones en su totalidad, y consideramos dentro de nuestro escenario base el rolleo de los vencimientos con el Fondo Monetario Internacional que podría materializarse luego del primer cuatrimestre según informó el Ministro de Economía. En esa línea, esperamos que Argentina teste los mercados internacionales en el segundo semestre de 2025.

El resto de los vencimientos, tanto de títulos provinciales como de Bopreales y Bonos HD del Tesoro, podrían ser pagados sin recurrir a los mercados de deuda si fuera necesario aunque creemos que Argentina tendrá éxito en su regreso a los mercados. Solo con el superávit fiscal que permitirá comprar divisas al central, el Tesoro podría hacer frente a los vencimientos de mitad de año mientras que el central con la recompra de dólares en el MULC (Diciembre acumulo por arriba de USD 900 MM, luego de compras de USD 1.600 MM en octubre y noviembre) cancelaría los vencimientos de bopreales. Un nuevo acuerdo con el FMI que fortalezca reservas fortalecería esta tesis, a lo que podría sumarse la estructuración de un repo por USD 3.000 MM con bancos privados. **La salida del cepo cambiario se produciría como consecuencia del recorrido de este sendero donde la convergencia se produce de forma no traumática.**

Pensamos que el riesgo país podría llegar a los 550 pbs en la primera parte del año y si todo sale bien converger a países de la región. Actualmente el riesgo país argentino se ubica en 610 pbs mientras que el riesgo país de latinoamerica se ubica en torno a los 427 pbs (similar a los primeros años de Macri donde el riesgo país se ubicó debajo de 500 pbs). Es decir, todavía tiene una compresión potencial de 200 pbs aproximadamente en un contexto de bajas de tasas de la FED. Por otro lado resulta interesante observar que El Salvador terminó la semana pasada con un riesgo país de 378 Pbs, para lo que el mercado lo convalidó con tasas del 7,5% a modo de referencia.

Evolución del Riesgo país vs LatAm y El salvador



A continuación, simulamos los retornos a diciembre de 2025 asumiendo curvas de rendimiento en TIRs de 9%, 8% y 7%. En la actualidad la curva se encuentra prácticamente flat en niveles de 11% aproximadamente. Vemos que el upside potencial para el 2025 varía entre 20% y 30%, con los mayores retornos concentrándose en el tramo largo de la curva.

Upside bonos hard dollar (cobrando cupones y amortización de Enero y Julio 25)

Bono	TIRs actuales	Precio al 30-12-25	TIR 9%		TIR 8%		TIR 7%	
			Cupón + Amortización (Enero y Julio)	Retorno al 30-12-25	Precio al 30-12-25	Retorno al 30-12-25	Precio al 30-12-25	Retorno al 30-12-25
AL29	10,5%	71,3	20,95	11,1%	72,4	12,5%	73,5	13,8%
GD29	9,7%	71,3	20,95	9,5%	72,4	10,8%	73,5	12,1%
AL30	10,8%	69,5	16,72	13,2%	70,8	14,9%	72,2	16,7%
GD30	10,4%	69,5	16,72	12,3%	70,8	14,0%	72,2	15,8%
AL35	10,8%	80,5	4,13	20,9%	85	27,3%	89,9	34,3%
GD35	10,6%	80,5	4,13	19,4%	85	25,7%	89,9	32,6%
AE38	10,2%	84	5,00	19,5%	88,5	25,5%	92,5	30,9%
GD38	10,8%	84	5,00	18,8%	88,5	24,8%	92,5	30,2%
AL41	10,2%	75,5	3,50	17,9%	80	24,6%	85	32,1%
GD41	10,4%	75,5	3,50	19,1%	80	25,8%	85	33,4%
GD46	9,9%	75	8,13	17,1%	80	24,1%	85,5	31,9%

DEUDA EN PESOS

Los títulos a tasa fija y CER actualmente “pricean” una inflación para este año muy en línea con las expectativas del gobierno plasmadas en el proyecto de presupuesto 2025 (18,4%). El boncap mas largo opera con una TEM en torno a 2,1% (28,5% TEA) mientras que un bono CER de similar duration como el TZXM6 tiene una TIR de CER+9%. **Para quienes tengan que gestionar pesos en el corto plazo vemos conveniente tener una cartera diversificada entre tasa fija y CER.** Con los niveles de inflación breakeven tan alineados con el presupuesto para que la tasa fija siga comprimiendo será necesario que también lo hagan los bonos CER. **Con una mirada de mediano plazo, el tramo largo de la curva CER también opera en niveles de CER+9%, esto frente a un levantamiento del cepo podría ir más abajo.** A modo de referencia un DICP sin cepo en el gobierno de Macri llegó a operar en torno a CER+5% y dado la duration del tramo largo de la curva representaría un upside considerable en caso de ir a estos niveles.

Si la brecha vuelve a comprimir a niveles de 5% o si se mantiene en los niveles actuales durante los próximos meses el carry seguirá siendo atractivo. Con la lecap julio a vencimiento rindiendo casi 18% directo en pesos de mantenerse la brecha (asumiendo baja del crawling a 1% a partir de febrero) permitiría obtener un retorno en dólares de casi 9% en 7 meses. Mientras que si para octubre volviera a niveles de 5% el carry brindaría retornos en torno a 18% posicionados en esta letra. **Estos retornos los comparamos contra la alternativa de posicionarnos en bonos HD. En el ejemplo utilizamos el GD35** que para rendir lo mismo que la S31L5 a vencimiento deberá operar con una TIR de 9% aproximadamente para julio (hoy la TIR es de 10,7%). Si la TIR del bono HD es mayor o si la brecha comprime desde los niveles actuales resultaría ganadora la lecap.

Si bien son buenos rendimientos los que podría ofrecer la estrategia de carry no está claro que la relación riesgo retorno sea favorable frente a la alternativa de los bonos HD. Decimos esto porque si la brecha aumenta solo 9% borraría todos los retornos en dólares en caso de estar posicionados en pesos. Dado la velocidad con que suben los FX financieros cuando se despiertan esta estrategia conlleva un riesgo evidente. Esto quedó demostrado en diciembre cuando en apenas 6 ruedas la presión sobre el MEP y el CCL borraron retornos acumulados en meses.

MEP y TIRs GD35 que igualan retornos contra Lecap S31L5: es atractivo el carry?							
GD35			Exit Yield	Escenario a Julio 2025			
Retorno directo	Px + int	Px a Julio					
-7,29%	65,62	61,5	14%				
-2,35%	69,12	65	12%				X
3,31%	73,12	69	10%				
8,96%	77,12	73	9%		X		
14,61%	81,12	77	8%				
21,67%	86,12	82	7%	X			
29,44%	91,62	87,5	MEP	1100	1270	1300	1400
S31L5							
Retorno ARS a vencimiento	Retornos en USD a julio 2025						
17,7%	Convergiendo MEP al Oficial (MEP \$1118)	Manteniendo brecha actual (MEP \$1270)	Brecha 16% (MEP \$1300)	Brecha 25% (MEP \$1400)			
	23,6%	8,8%	6,3%	-1,3%			

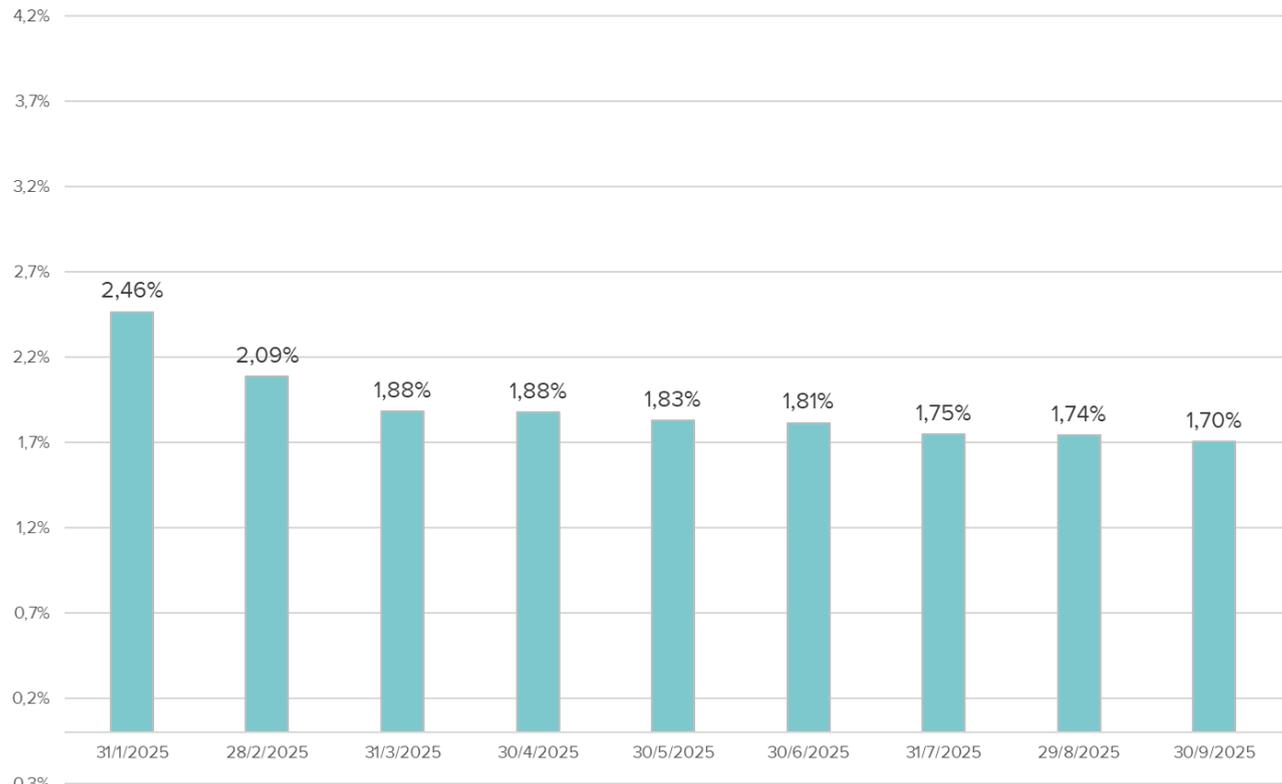
*Supuesto: Crawling 2% enero, a partir de febrero crawling de 1% mensual.

Con respecto a las expectativas sobre el tipo de cambio, si observamos los precios de los contratos de Rofex, estos todavía tiene implícito un ritmo de devaluación mensual superior al crawling del 1%. Tampoco tienen implícito un salto discreto del tipo de cambio. Nosotros particularmente tampoco vemos una corrección abrupta

una vez que se salga del cepo, dado el control de los stocks monetarios que viene llevando a cabo el Gobierno sumado a que se realizará una vez que el Central cuente con los dólares necesarios.

Con estos precios todavía existe una ganancia para los que se posicionen corto (short) en Rofex, de concretarse la reducción del crawling al 1% mensual. Para quienes quieran cobertura cambiaria vemos atractivos los sintéticos DL con lecaps en esta primera etapa del año con rendimientos que van entre DL+10% y DL+6%.

Crawling mensual Implicito Futuros de Dólar



Fuente: IEB en base a Rofex

EQUITY ARGENTINO

Como vimos en el semanal anterior, el 2024 fue un excelente año para la renta variable local, ya que desde la segunda vuelta de las elecciones presidenciales de 2023, el S&P Merval medido en dólares comenzó un rally que le permitió superar el máximo histórico alcanzado durante 2018 (ajustado por inflación de EE.UU.), lo que lo llevó a acumular una suba de 124% durante el 2024 superando los rendimientos obtenidos por otros índices de la región o incluso los principales índices de renta variable estadounidenses.

Sin embargo, a pesar de la suba que mostraron las acciones argentinas durante 2024, **continuamos con una mirada optimista sobre el mercado de equity local para este año.**

📌 **Nuestro Escenario Base se apoya en los siguientes supuestos:** las condiciones macroeconómicas continúan acompañando con una inflación que sigue descendiendo, se mantiene el superávit fiscal y financiero, con un nivel de actividad que consolida su recuperación, el saldo neto comprador del BCRA en el MULC se sostiene, el gobierno mantiene el control de la calle y el congreso. Y además de ello suponemos unas elecciones de medio término favorable para el oficialismo (>50%), lo que repercutirá en una mayor compresión del riesgo país con la posibilidad de relajar los controles de cambios. **En dicho escenario consideramos que un potencial retorno de 30% es un objetivo alcanzable lo que llevaría al S&P Merval a niveles de 3.000 puntos.**

S&P Merval (en USD CCL y ajustado por inflación de EE.UU.)



Fuente: IEB en base a LSEG y FRED

📌 **Un Escenario Optimista**, implica lo antes dicho pero se suma una reclasificación de Argentina a país emergente -escenario posible pero poco probable puesto que presupone el levantamiento del cepo cambiario. Dicha reclasificación conlleva un flujo de capitales externos hacia acciones argentinas por parte de inversores institucionales y **nos lleva a estimar un potencial upside mayor; del 60% en dólares para el S&P Merval que se traduce en un nivel de 3.600 puntos.**

📌 **Un Escenario Pesimista**, que vemos como el menos probable: el gobierno no logra relajar los controles de cambio durante el 2025 y las elecciones de medio término no son tan favorables como esperamos. En dicho escenario, podríamos ver una caída en las paridades de la deuda soberana que nos lleve a incrementar los niveles de riesgo país, lo que llevaría a una potencial caída en las acciones argentinas que arrastraría al S&P Merval a valores por debajo del actual.

Mientras que por el lado internacional esperamos que continúe el contexto favorable para la renta variable global a pesar de las dudas de la FED sobre la próxima gestión, ya que aunque puede sufrir modificaciones, el sendero de baja de tasas para 2025 es un hecho, lo que mantendrá un flujo de inversiones positivo hacia países emergentes en busca de mayores retornos.

Cartera y estrategia

En cuanto a la cartera, decidimos mantener un 35% en el sector Oil & Gas a través de YPF (YPFD), Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) y Pampa Energía (PAMP), dado que es un sector que cuenta con los suficientes drivers positivos para seguir creciendo este año a medida que se vayan concretando las etapas de los proyectos dispuestos por las compañías con el fin de incrementar la capacidad de evacuación desde Vaca Muerta.

Por otro lado, mantenemos al sector bancario como el segundo sector de mayor ponderación (35%), dado que creemos que el 4T24 será un trimestre en el cual los ROEs harán piso tras la reactivación que están mostrando las diferentes líneas de crédito como préstamos personales, hipotecarios y prendarios, lo que le dará impulso al negocio bancario tradicional. **Para ello nos gustan principalmente Banco BBVA Argentina (BBAR), Grupo Supervielle (SUPV) y Banco Macro (BMA).**

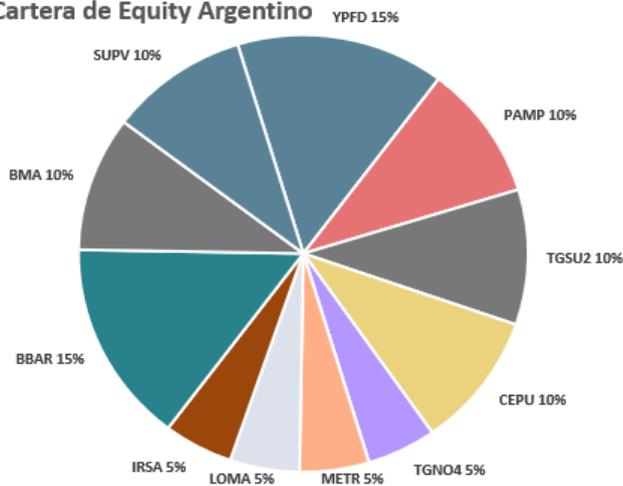
En tercer lugar, tenemos al sector regulado, donde mantenemos un 20% de la cartera a través de Central Puerto (CEPU), Transportadora de Gas del Norte (TGNO4) y MetroGas (METR) dado que durante el 2024 estas compañías obtuvieron incrementos tarifarios que permitieron una mejora de sus ingresos, así como también una mejora del capital de trabajo tras resolverse la situación con Cammesa. Sin embargo, creemos que la historia no termina acá dado que los incrementos tarifarios hasta el momento fueron sustituyendo subsidios, por lo que en los próximos meses es probable que comencemos a observar incrementos reales en las tarifas percibidas por las compañías, lo que se traducirá en una mejora de los balances.

Por último, destinamos el 10% restante a sectores con una mayor correlación con el nivel de actividad y la construcción como lo son Real Estate (5%) y Materiales (5%). En cuanto al sector Materiales nuestra preferencia sigue siendo **Loma Negra (LOMA)**, que si bien es probable que se demore en ver los buenos resultados dado que aún se siguen realizando comparaciones de despachos de cemento contra 2023, un año en donde la obra

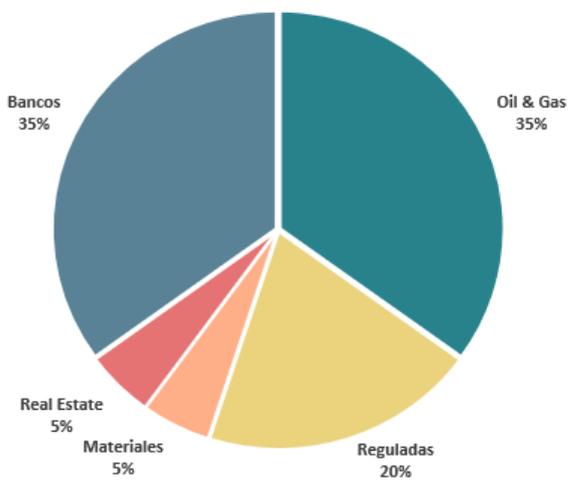
pública era relevante para el sector. Estimamos que en cuanto se empiece a observar el crecimiento de los despachos frente a trimestres de 2024, podríamos empezar a ver una mejora, dado que sería más comparable ya que la reactivación en el sector vendría dada por la obra privada, y no vemos una reactivación significativa de la obra pública. Además de ello, otro driver positivo para la compañía es la salida de InterCement, la cual está cada vez más cerca de suceder y creemos que es una buena noticia para la compañía que le aportará valor a los accionistas.

Mientras que en el Real Estate nuestra selección es **IRSA Inversiones y Representaciones (IRSA)**, donde esperamos tanto una revalorización en el precio del metro cuadrado como una reactivación del sector de la mano del crédito hipotecario, mientras que una mejora en el nivel de actividad se tornaría favorable para el consumo en los centros comerciales de la compañía.

Cartera de Equity Argentino



Cartera por Sector



GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IEB RESEARCH

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

CAROLINA TORRES CABRERA

Analista - Renta Fija

ctcabrera@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista - Macro

fherrera@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.